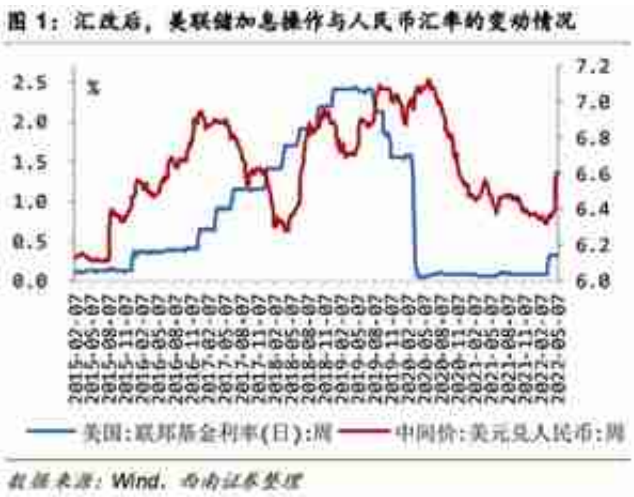
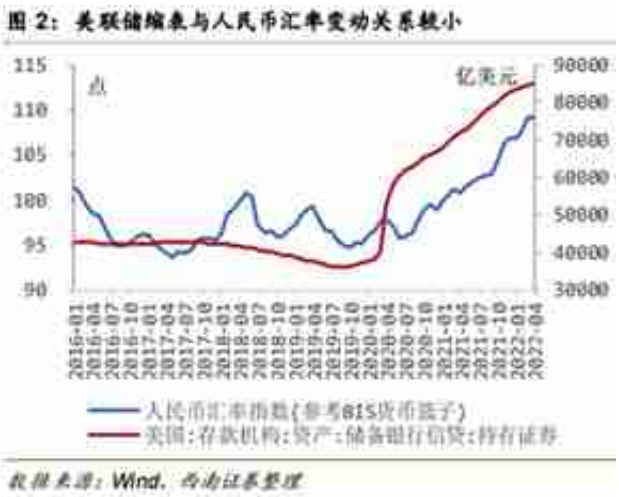
（报告出品方/分析师：西南证券研究发展中心 叶凡）

我国稳增长政策将逐渐发力，宏观政策将尽快尽早支持实体经济，美国在通胀仍在高位政策加码的背景下中期经济增速或有所放缓，两国的经济复苏相对强弱差异中期缩窄，支持人民币汇率维持在较稳定的水平。





1.2 现象二：美债收益率曲线倒挂

美债收益率曲线对人民币汇率走势的相关性高于中美利差与人民币汇率，但根本仍在两国相对经济强弱上。汇改之后，美债 10 年期与 2
年期名义收益率倒挂仅出现两次，分别在2019 年 8 月末以及 2022 年 4
月初，且持续时间都较短；美债 10 年期与 5 年期实际收益率倒挂分别在 2018 年 7 月 31 日至 2019 年 1 月 9 日、2019 年 7 月 31 日至 10 月 16 日、2020年 3 月 6日至 5 月 15 日这三个时间段中；美债 10 年期与
2年期实际收益率倒挂出现在 2019年 8 月 14 日。自

2015 年 8 月汇改以来，美债 10 年 2
年期收益率差值与人民币兑美元中间价的相关系数为 48.29%，自 2018
年以来，两者之间的相关系数为 55.56%；而 2015 年 8月至今，中美 10
年国债利差与人民币美元汇率的相关系数仅为 13.46%，从数据可以明显看出，与中美利差相比，美债国债利差与人民币汇率的相关性更高；且汇改后，美债实际利差、名义利差与人民币汇率的相关性差别不大，但 2018 年中美贸易战至 2020
年疫情之前，美债名义利差与人民币汇率的相关性要更高。

2018 年 1 月至 2019 年 12 月，美债 10 年-2
年名义利差与人民币兑美元的相关系数为 84.88%，而美债 10 年-5

年实际利差与人民币兑美元的相关系数为
60.58%。从趋势上看，美债利差缩窄在大多情况下，对应人民币汇率贬值。

美债 2 年与 10 年期收益率倒挂通常被视为经济衰退的前瞻信号，一般对应美国经济增长动力较弱，需注意的是，近几年美债收益率倒挂期间，国内经济和政策也在面临不同的挑战，不能简单的用美债收益率利差作为人民币汇率的解释变量。

本次美债收益率曲
线倒挂的时间依然较短，出现的时点
较特殊。
以往，美联储收益率曲线倒挂多出现在经济衰退前期或加息后周期，但本次在美联储加息开启时，受到近期通胀攀升、紧缩幅度预期加大的影响，短端利率上行明显，而未来的经济增速或逐渐放缓一定程度上抑制了长短利率上行的幅度，收益率曲线趋平。

根据美国国家经济研究局（NBER）统计，除 1998 年外，其余的 6
次倒挂均成功预示了美国的经济衰退，首次倒挂与经济衰退的间隔时长通常为 1-2 年，且一般实际利率倒挂时也伴随着名义利率出现倒挂。但本次的倒挂在于名义收益率，而长短期实际收益率没有形成倒挂现象。当前，美债名义收益率出现倒挂与美国的特殊的经济状况（经济复苏伴随通胀急剧攀升）以及宏观政策有关。

时间	我国央行货币政策基调	主要操作	美联储货币政策基调	主要操作	10年国债收益率	10年美债收益率	中美利差
2015年6月-2016年1月	稳健略宽松	6月、8月、9月和10月，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率	货币政策正常化	12月首次加息，上调利率至0.25%-0.5%	下行	下行	缩窄
2016年1月-2016年6月	稳健略偏宽松	3月，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点；4月份起，央行持续通过MLF和SLF接续填补市场流动性缺口	经济增速不及预期，加息进程暂缓	5月24日最开始金额不超过2.5亿美元的国债(剩期期限为2-3年)公开销售；并于5月25日和6月1日分别开展两次总金额不超过1.5亿美元的机构住房MBS出售	较稳	下行	走扩
2016年7月-2016年11月	稳健略偏宽松	10月人民币加入SDR货币篮子生效。进一步完善了宏观审慎政策框架，将基于准备金动态调整机制升级为宏观审慎评估（MPA），“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的中间价形成机制初步建立	加息紧缩	12月加息，上调利率至0.5%-0.75%区间	上行	上行	缩窄
2016年12月-2017年11月	稳健中性	1月，央行陆续通过MLF操作为现金投放量较大的几家大型商业银行提供临时流动性支持；自2017年9月11日起，将外汇风险准备金率下调至零	宽财政+紧货币	2016年12月、2017年3、6月加息，利率重回1%-1.5%区间，缩表于10月开启，抬升美债长端利率	上行	震荡	走扩
2017年12月-2018年11月	稳健中性	2017年12月末，央行建立临时准备金动用安排（CRA）；2018年1月，全国性商业银行开始陆续使用期限为30天的CRA；1月25日，普惠金融定向降准全面实施；4月、7月、10月下调人民币存款准备金率；8月，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0调整为20%；10月22日，央行引导设立民营企业债券融资支持工具；10月26日，央行增加再贷款和再贴现额度1500亿元支持对小微、民营企业的信贷投放	紧货币+贸易战	2017年12月、2018年3、6、9、12月加息，联邦基金利率水平至2.0%-2.5%区间	下行	上行	缩窄
2018年12月-2019年11月	回应形势演变灵活应对	2019年1月、5月、9月，三次降准；5月宣布“三档两优”存款准备金框架，有针对性地定基了“明道防线”；8月，发布改革定基LPR形成机制的公告，推动贷款利率“两轨并一轨”；11月，推动中小银行永续债发行“破冰”	政策转向，降息扩表	2019.7、9、10月3次降息，将利率调回到1.5%至1.75%的水平。自10月中旬起，美联储每月购买600亿美元短期美国国债，通过扩张资产负债表来大量增发美元	震荡下行	下行	走扩
2020年2月-2020年8月	适度宽松到灵活适度	1月，开展定向中期借贷便利操作2405亿元，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点；4月，对中小银行定向降准1个百分点，调降MLF利率，提供再贷款再贴现资金及利率优惠等；7月，下调再贷款、再贴现利率；8月末，公开市场操作、MLF成为主要流动性调节工具	无限量宽松	2020年3月美联储召开两次临时会议，以非常规降息方式将联邦基金目标利率目标范围降至0%-0.25%，同时宣布无限量重启量化宽松。美国进入零利率，美联储资产负债表快速扩张，货币供应大幅增长	上行	下行	走扩
2020年9月至今	稳健略货币政策灵活转向	2020年9月15日，央行开展MLF操作；10月12日起，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0；7月降准0.5个百分点；9月-12月，加大公开市场操作力度，12月降准0.5个百分点；2022年一季度，MLF和公开市场逆回购操作的中标利率调降	从宽松到收紧，态度急变鹰派	2021年，美联储的货币政策会相对稳定，短债利率会保持不变，量化宽松规模预期会相对稳定；2022年3月美联储加息25个基点，5月加息50个基点。	震荡下行	震荡上行	缩窄

资料来源：新华网，西南证券整理

但需注意中美利差带来的外资扰动因素。截至 2021 年末，境外机构在中国债券市场的托管余额为 4.1 万亿元，占中国债券市场托管余额的比重为 3.1%。截至 2022 年 2 月末，外资持有我国债券和股票市值合计为 1.25 万亿美元。

根据 IIF 的资本流动追踪，2022 年 3 月新兴市场资本流出 98 亿美元，股票和债券分别为 67 亿和 31 亿美元，其中中国股市流出 63亿美元，也是 2022 年首次出现资本净流出的情况，债市也出现大幅流出现象。近期无论股市和债市都是外资流出的现象，一方面，俄乌冲突下部分欧洲资金在避险需求下，更倾向于卖出中债购买美债，资本外流的同时中美利差缩窄；另一方面，中美货币政策背离，经济走势也有所分化。从 4 月初的数据看，外资仍在流出，但幅度较 3 月有所缩窄。综合来看，中美利差和国际资本流动短期对人民币汇率带来贬值压力，但中期的影响相对较小。

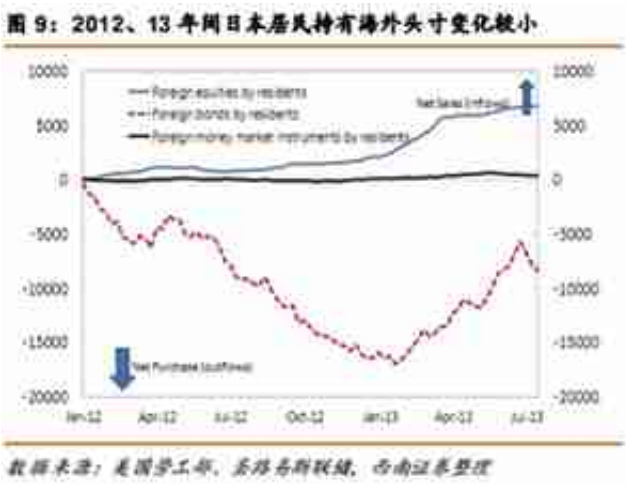
2 以邻为鉴：日本政策与日元

2012 年，受日本经济状况、政治因素及货币政策等影响，日元大幅贬值。2012 年安倍上台后，为扭转经济疲软态势，同年 12
月，日本制定了一系列促增长政策。宽货币方面，日本央行设定
2%的通胀目标，并开始以每月 7 万亿日元的速度购买政府债券（开放式资产购买），以刺激需求，最终提振价格；灵活的财政政策方面，集中在对提高工资的公司减税上；除财政和货币政策外，日本还采取结构性改革来提振经济。

政策使得日元兑美元汇率大幅下跌，扭转了长期以来日元相对美元强势上升的趋势。从 2012 年 9 月到 2013 年 5 月，日元兑美元的汇率暴跌了
22.5%，之后下跌速度明显放缓，但在 2012 年 5 月至 12
月期间，日元兑美元又下跌了
2.4%。日元贬值意味着美元对日本进口商品的购买力增加。

伴随日元贬值，2012 年 9 月到 2013 年 12 月，日本出口商品的价格下降了 3.5%，日元贬值对其主要出口商品价格的影响较大，如非电气机械、计算机和电子产品以及化学品等，这些商品加起来占美国从日本进口的近 40%。2013 年 7 月，日本 CPI 同比上涨 0.7%，11 月 CPI 同比上升至 1.5%，核心 CPI 同比上涨

1.2%，此外工资、生产产量和零售额也随之增加。2012 年9
月，日本的经常账户经季节性调整后出现自 1981 年 3
月石油危机以来的首次逆差。2014年 8 月，许多日本公司已将生产转移到海外，部分日央行官员认为出口对日元贬值的反应减弱。从结果上看，日元贬值对出口提振并没有抵消消费税提高对日本内需的抑制。2014 年 4月，日本消费税率上调至 8% ，以至于 2014 年第三季度日本 GDP 环比下降 0.4%，同比下降 1.6%，连续 2 个季度下滑。



时间切回到现在，日本维持宽松的货币政策、灵活的财政政策，日元贬值幅度加大。财政政策方面，2022 年 4 月 26 日，日本政府计划支出 6.2 万亿日元用于追加汽油补贴、低息贷款和现金援助，以缓解物价上涨给消费者和小型企业带来的负面影响。

在应对能源价格飙升方面，日本计划投入 1.5
万亿日元，将把对石油经销商的最高补贴从每升 25 日元提高到35
日元，从而限制汽油价格的上涨，并将该计划延长到 9
月底；在帮助中小企业方面，将支出 1.3 万亿日元，比如进一步降低金融机构向受疫情影响的小型企业提供的贷款利率；在帮助低收入家庭和其他援助方面，计划提供 1.3 万亿日元，家庭每有一位儿童将能获得 5 万日元，这部分资金将达到 2000 亿日元，渔业、伐木和小麦领域的相关企业也能获得补助，以确保能源、材料和食品的稳定供应，8000
亿日元拨款用于增加地方政府“地方创生临时交付金”；此外，约 2
万亿日元将用于资助其他项目，包括努力提高旅游宣传形象等。

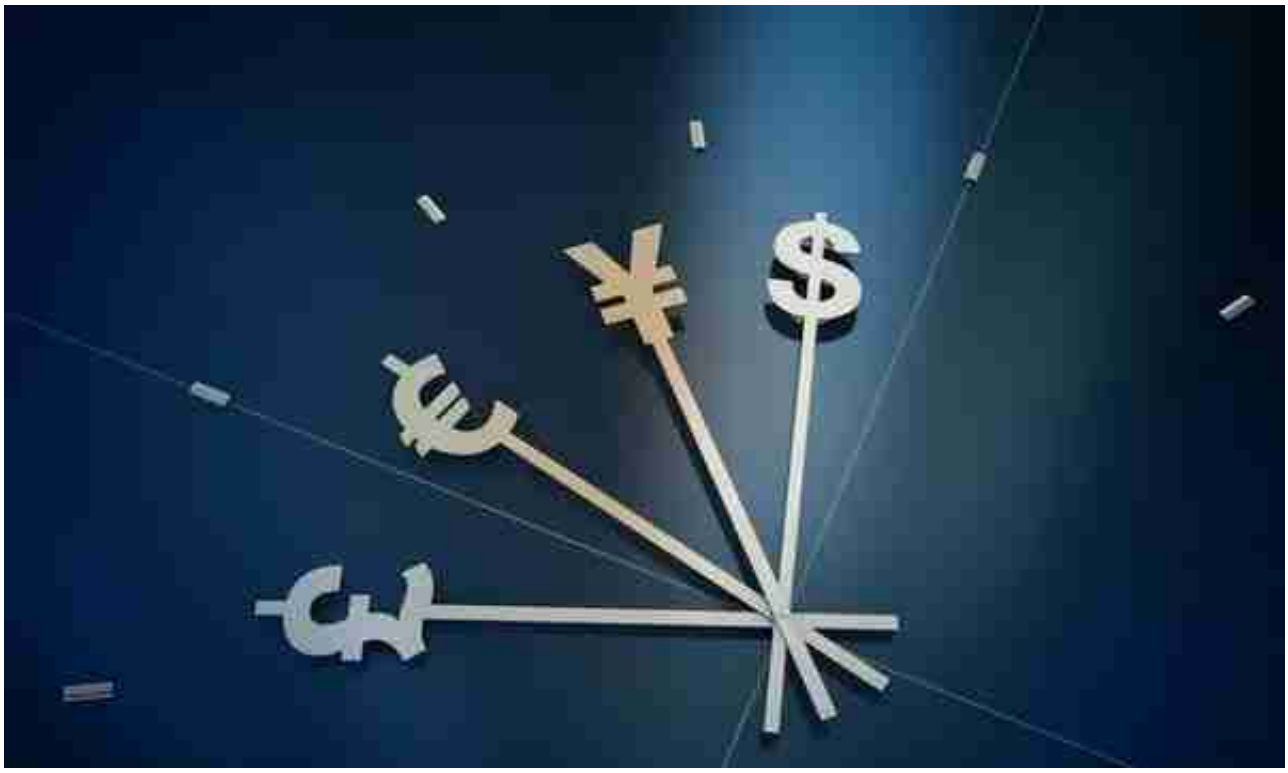
为了支付计划的费用，日本政府要求在 2022 年财政预算中追加 2.7
万亿日元，储备基金支付 1.5万亿日元，再加上私营部门，一揽子计划或达 13.2
万亿日元。货币政策方面，4 月 28
日，日本央行公布利率决议，维持基准利率不变，并表示还将在每个工作日以

0.25%的利率水平购买必要数量、无上限的 10 年期日本国债。尽管海外主要发达市场国家开启紧缩浪潮或已有所表态，但日本央行继续维持着超宽松的货币政策，来刺激脆弱的经济。日本央行在不到一个月的时间内三度出手购买国债。3 月底，日本央行两次提出无限量购买 5-10 年期国债；4 月 20 日，日本央行又宣布无限量购买 10 年期国债。

日元大幅贬值，对应美日利差走扩。日本当下的货币与财政政策基调与 2012 年有一定相似性，且日央行行长黑田东彦对于日元贬值的态度也与 2012 年如出一辙，即认为日元贬值对日本经济总体利大于弊。

在日本利率决议公布后，日元兑美元短线大幅走弱，日内跌幅扩大至 1%左右，目前已跌至 20 年来的低位。本次日元贬值的根本原因也在于日本与主要发达国家之间货币政策的背离，虽然日本当局或有意推动贬值增加出口，但贬值带来的输入型通胀或将对日本最终消费形成冲击。

从美元兑日元汇率及美日利差看，两者相关度较高，且呈现较明显的正相关关系。此外，亚洲其他国家货币近期纷纷走弱，3 月以来，韩元、印度卢比、泰铢出现了不同程度的贬值。从历史上看，亚洲货币贬值的“传染性”很强，主要原因在于亚洲经济体贸易结构相似，拥有“出口导向”的共性。日元贬值使得周边国家本币升值上升，周边国家或出现竞争性贬值现象，其连带影响或给其他国家带来风险。



3 决定汇率走势的中短长期因素

通过对近期三个现象以及日本的分析，更能体会到决定汇率的根本因素在于两国相对经济强弱以及货币政策的同步与否，疫情后国内外的经济周期节奏分化，货币政策背离。

3.1 短期受政策分化影响，中期看经济相对强弱作用

短期两国宏观政策将持续作用于汇率走势。3 月前，人民币兑美元整体处于升值趋势，主要因为国内疫情与主要发达经济体相比控制更好，企业复工复产进度较快，国内经济复苏较平稳，同时全球供应链问题使得我国出口韧性较强，这些因素都对人民币汇率形成支撑。

但近期货币政策方面，中美分化，美国方面，政策制定者将注意力更多集中在控制通胀上。当地时间 4 月 6 日，美联储公布 3 月议息会议纪要，不但强化了联储将一次加息 50 个基点的预期，而且展现了联储可能多次大幅加息、通过更快缩减资产负债表收紧货币的倾向。当地时间 5 月 4 日，美联储宣布加息 50 个基点并将于 6 月开始被动缩表。从近期美联储表态看，决策者对抑制通胀的看法越来越强硬，市场目前预计美联储今年将总共加息 250 个基点，美联储主席鲍威尔也在 5 月会议表示，存在未来几次会议上加息 50 个基点的可能性，但不存在加息 75 个基点的可能性。

国内方面，政策以稳增长为导向。4月 18 日，央行、外管局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，从支持受困主体纾困、畅通国民经济循环、促进外贸出口发展三个方面，提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的 23条政策举措，将及早释放政策红利，统筹疫情防控和经济社会发展。总量上，通过公开市场操作、常备借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具提供充足流动性，并充分发挥 LPR改革的效能，促进企业融资成本的下降。央行向中央财政上缴结存利润在四月中旬已达 6000亿元，和全面降准 25bp 基本相当。此前 4 月全面降准 25bp，释放 5300 亿元长期资金。

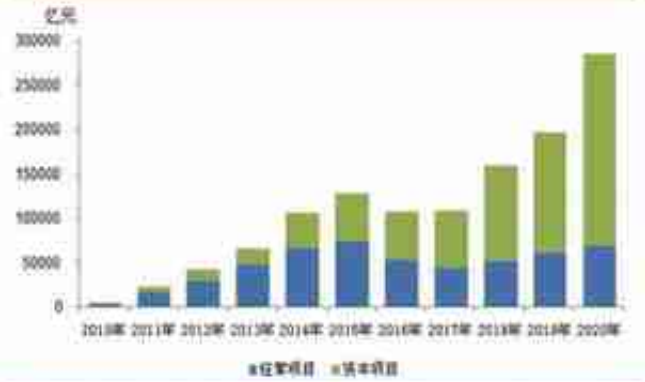
结构上，主要向受疫情影响较大的行业、小微企业等受困市场主体、重点地区和受困人群等倾斜。继支农支小再贷款和两项减碳工具后，还创设了 2000 亿元科技创新再贷款和 400 亿元普惠养老再贷款，以及 1000 亿元交通物流领域的再贷款，预计带动金融机构贷款投放多增1 万亿元。中美政策分化明显，随即带来人民币汇率贬值、中美利差缩窄。我们认为短期中美宏观政策分化将延续，仍会给人民币带来贬值压力，本轮人民币汇率或升至 6.6-6.8 左右。

中期
经济复苏
相对强弱差异或缩
窄，人民币中长期仍将回归双向波动
的轨道。从最新数据看，国内经济面临下行压力，美国经济增速或中期放缓。2022年一季度，我国国民经济延续恢复态势，经济运行总体平稳，GDP 同比增长 4.8%，但疫情影响下失业率有所提高。从分项看，投资和生产态势良好，尤其是基建投资方面，由于财政政策积极发力，涨幅扩大。

但消费受疫情直接影响，增速不及预期，中期随着政策发力和疫情改善，有望迎来恢复性反弹。美国方面，一季度实际 GDP 同比增长 3.57%，环比下降
1.4%，低于市场预期的增长1%，美国一季度 GDP 的下降反映了库存投资、出口、联邦政府支出以及州和地方政府支出的减少，净出口和库存累计影响经济增长下跌约 4 个百分点。

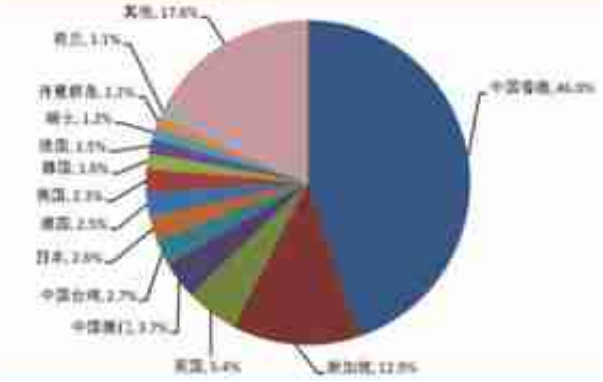
美国一季度 CPI 同比上涨 7%，经通胀调整后的美国人税后收入连续第四个季度下降，当下美国消费增长较稳健，但通胀的上行在一定程度上影响了消费者信心及其实际消费水平。中期看，我国稳增长政策将逐渐发力，宏观政策将尽快尽早支持实体经济，美国在通胀仍在高位政策加码的背景下中期经济增速或有所放缓，两国的经济复苏相对强弱差异中期缩窄，支持人民币汇率维持在较稳定的水平。但短期俄乌冲突及全球供应链问题支撑我国出口，但随着疫情因素逐渐消退、全球供应链问题缓解，出口增速或有所回落。综合考虑，中期人民币汇率或在 6.5 水平左右。

图 15：2010-2020 年年度人民币跨境收付情况



数据来源：央行，西南证券整理

图 16：2020 年人民币跨境收付金额国别和地区分布情况



数据来源：2021 年人民币国际化报告，西南证券整理